

调研快报

信息技术

计算机硬件与外围设备

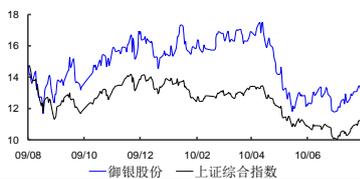
御银股份 (002177)

谨慎推荐

目标价: 17.1 元 昨收盘: 14.1 元 维持

2010年8月16日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	265/78
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值 百万元	3775/1117
上证综指/深圳成指	2607.50/10806.63
12 个月最高/最低(元)	17.69/11.43

财务数据

净资产值(百万元)	995.31
每股净资产(元)	3.76
市净率	3.60
资产负债率	7.74%
息率	0

分析师: 段迎晟

电话 0755-82130761

E-mail duanyingsheng@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030013

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

ATM 设备销售、运营双引擎驱动

● 中国的 ATM 市场保持持续增长

近 10 年以来, 除 2004 年之外, 中国的 ATM 设备保有量每年都保持 20% 以上的增长, 预计到 2010 年、2011 年, 中国的 ATM 设备保有量仍将保持 20% 以上的增长, 到 2013 年之前, ATM 设备保有量都将持续 10% 以上的增长。

● 公司的设备随客户的市场定位潜力巨大

ATM 的客户忠诚度高, 公司的设备销售在市场上属于二线厂商, 主要客户为邮储、农信社, 未来几年, 邮储和农信社将在广大城乡结合地带广泛布置 ATM 设备, 公司的市场潜力巨大。

● 合作运营市场领先, 模式受认可发展空间大

公司是国内市场最大的 ATM 合作运营商, 由于拥有自由品牌设备, 运营成本比没有设备的独立运营商低 20% 左右, 随着公司将自主研发的机芯应用于合作运营的设备, 成本进一步降低 10% 以上, 公司未来在 ATM 合作运营领域的市场优势更加明显。

● ATM 跨行交易价格的调整对公司未来的收入影响不大

目前广东有些银行 ATM 交易价格由 2 元提升到 4 元, 首先这个调整在其他地区还没有实施, 其次这个调整短期对客户产生影响, 导致跨行交易减少, 但长期客户会逐渐认可这个价格, 而且这个价格对银行多布点的有吸引力。

● 风险提示

公司的 ATM 合作运营设备布放进度较慢, 存在进度低于预期的风险。

● 目前估值较低, 给予“谨慎推荐”评级

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.60 元和 0.80 元, 对应的 14.1 元股价的动态市盈率为 31.3 倍、23.5 倍和 17.6 倍, 基于公司在合作运营领域良好的成长性, 给予谨慎推荐评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011	2012
营业收入(百万元)	453	587	707	830
(+/-%)	31.5%	29.7%	20.4%	17.5%
净利润(百万元)	91	120.266	158	213
(+/-%)	50.3%	32.4%	31.3%	34.7%
每股收益(元)	0.34	0.45	0.60	0.80
EBIT Margin	23.2%	21.0%	23.0%	24.0%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	11.0%	12.7%	14.7%
市盈率 (PE)	37.5	28.3	21.5	16.0
EV/EBITDA	23.1	22.8	18.0	13.4
市净率 (PB)	3.48	3.11	2.74	2.35

内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	2
中国 ATM 市场保持持续增长.....	3
公司随客户的市场定位拥有巨大的潜在市场.....	3
ATM 采购四大行为主，设备供应外资厂商有所下滑.....	3
设备功能不断完善，售后维护市场潜力大.....	5
ATM 客户忠诚度高，公司立足现有稳定客户，争取更大市场.....	5
合作运营市场领先，模式受市场认可空间大.....	6
ATM 合作运营市场前景广阔.....	6
合作运营市场领先，自主品牌具备成本优势.....	7
机芯自主开发进展顺利，批量应用将提高盈利能力.....	8
合作运营增加的设备正在爬坡期，业绩飞跃尚需时日.....	8
业绩预测与估值判断.....	9
风险提示.....	10

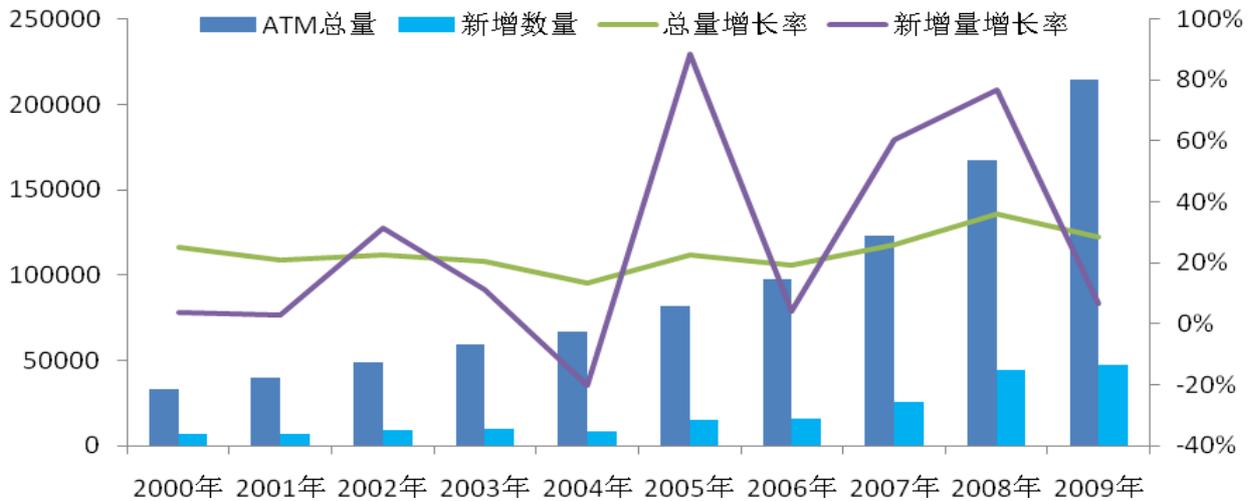
图表目录

图 1: 中国大陆银联联网的 ATM 设备数量.....	3
图 2: 2008 年各主要银行 ATM 采购数量.....	4
图 3: 2008 年主要厂商 ATM 销售数量 (单位: 台).....	4
图 4: 2009 年主要厂商 ATM 销售数量 (单位: 台).....	4
图 5: 中国 ATM 设备市场总量和增量都保持持续增长.....	6
表 1: ATM 运营成本分析 (单位: 元).....	7
表 2: 国内主要 ATM 合作运营厂商.....	7
图 6: ATM 结构.....	8
图 7: 合作运营 ATM 数量 (单位: 台).....	9
图 8: 单台合作运营 ATM 平均年收入 (单位: 元).....	9

中国 ATM 市场保持持续增长

整体上，中国的 ATM 市场仍然保持持续增长，根据银联联网的 ATM 设备数量统计，2007-2009 年 ATM 设备分别增长 25200、44500、47400 台，增量分别为 26%、36%、28%。

图 1: 中国大陆银联联网的 ATM 设备数量



资料来源：中国人民银行，中国银联，国信证券经济研究所

根据金融时报的数据，2009 年中国大陆市场实际销售的 ATM 设备数量为 5.4 万台，由各运营商布放的 ATM 约 5500 台，即全年新增 ATM 设备 5.95 万台，2009 年报废的 ATM 设备约 6800 台，即实际新增 5.27 万台。

截止 2009 年底，加入中国银联联网的 ATM 设备约 21.49 万台，ATM 市场总计保有量从 2008 年的 19.2 万台上升到 24.47 万台，年增长 27.4%。

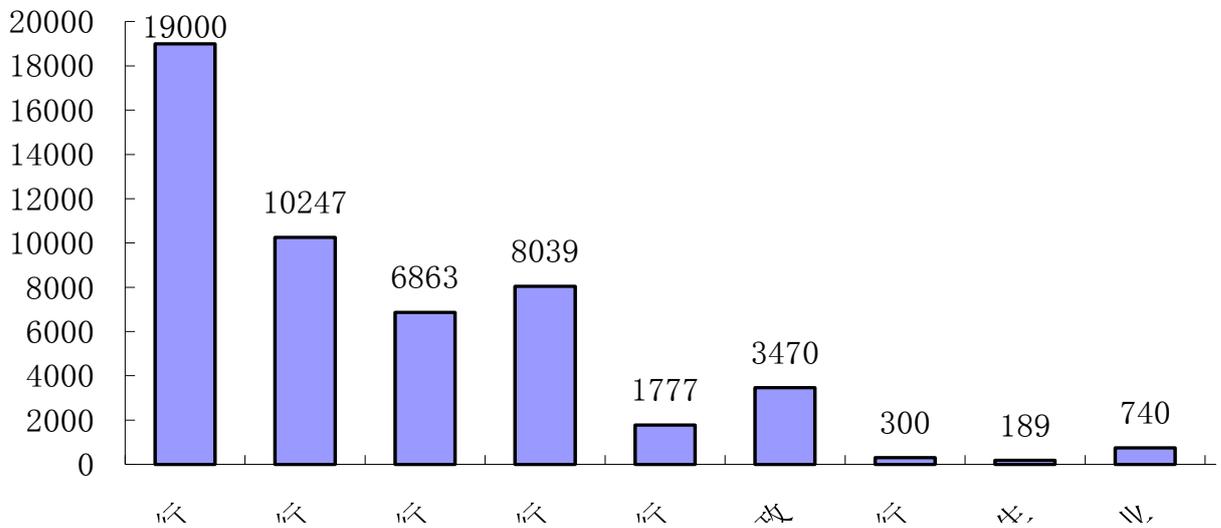
截止 2009 年底，中国市场每百万人均 ATM 的数量由 2008 年的 145 台上升到 183 台。根据 ATM 行业协会(ATMIA)的统计，目前全球 ATM 数量为 1822823 台，即中国的百万人口 ATM 数量约为国际平均水平的 60%，还有较大提升空间。

根据英国 RBR (Retail Banking Research, 零售银行研究) 的预测，从 2008 到 2013 年，中国 ATM 市场均将保持两位数的增长。

公司随客户的市场定位拥有巨大的潜在市场

ATM 采购四大行为主，设备供应外资厂商有所下滑

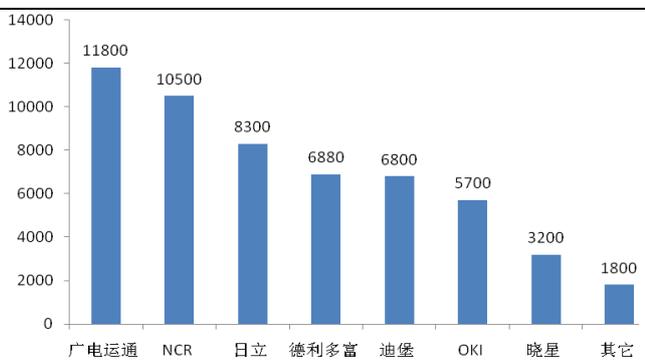
图 2: 2008 年各主要银行 ATM 采购数量



资料来源: 中国银联

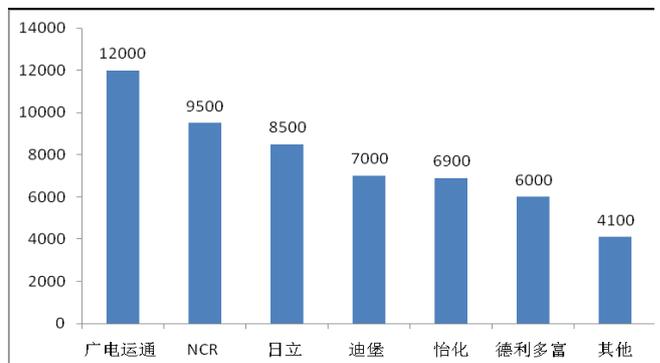
四大国有银行一直是 ATM 采购的主力, 2008 年四大行采购占市场的 80%, 2009 年这一比例有所下降, 仍然占市场采购的 70% 多。自 2008 年以来, 邮政储蓄、股份制银行、各地的农信社开始加大采购力度, 这些金融机构虽然 ATM 设备的市场总数较少, 但是已成为市场需求不可忽视的重要力量。

图 3: 2008 年主要厂商 ATM 销售数量 (单位: 台)



资料来源: 中国银联

图 4: 2009 年主要厂商 ATM 销售数量 (单位: 台)



资料来源: 金融时报, 国信证券经济研究所

从设备供应商来说, 本土厂商广电运通占据市场第一, 并且在拉大同后面竞争对手的差距, 而其他市场中的主要厂商 NCR、日立、德利多富、迪堡等均均为外资厂商。从市场销量来看, 2009 年主要外资厂商的销量都有所下滑, 随着国内厂商的技术提高外资厂商的技术优势逐渐减少, 可以预见未来几年内, 本土厂商将占据更多的市场份额。

ATM 设备的另外一个趋势是循环机的市场占有率进一步提升, 2009 年各大银行采购的存取款一体机大幅增加, 达到 24000 台, 超过采购数量的 40%。专做存取款循环一体机的日立和怡化在 2009 年的市场销售量持续增长, 特别是怡化, 首次跻身市场前五, 反映了循环机对单一体机的取代趋势。

设备功能不断完善，售后维护市场潜力大

除了最为传统的取款、查询、转账、改密等业务之外，ATM 设备的功能逐渐增多，银行也尽可能的实现业务在自助终端的实现。

目前，最新上线的离行式 ATM 普遍都安装了实体防护装置，ATM 也相应地安装了语音防范提醒系统。高清监控、加密键盘、生物识别（虹膜识别及手掌静脉识别）等技术的应用也将进一步加强了 ATM 的安全性能。

通常一台 ATM 设备使用年限为 8 年，而设备维护通常是一个持续的过程，现在一般的设备销售都会有 2~3 的免费维护服务，之后就是按设备收取固定的服务费。随着国内 ATM 设备数量的持续增加，售后维护市场将产生非常可观的效益，按照每台 6000 元的年维护费用计算，20 万台设备的维护费用约为 12 亿，未来几年随着设备的持续增长，售后维护市场也在持续增长中。

ATM 客户忠诚度高，公司立足现有稳定客户，争取更大市场

由于银行对 ATM 的安全性、稳定性和品牌有十分严格的要求，而且还配套相关的人员培训、操作流程等，所以银行对于 ATM 设备的忠诚度很高，很少更换品牌。

公司的 ATM 设备销售在国内属于第二梯队，落后于广电运通、NCR、Diebold、Wincor Nixdorf 等竞争对手，截止 2009 年末，累计发机数量达到 15711 台，占全国联网 ATM 数量的 7.31%。

公司的客户中，邮政储蓄、农信社占公司设备销售的 70%以上，是公司的主要客户。而相比起四大国有银行，农信社和邮储有独特的市场优势和增长空间。

随着国家改善农村金融环境，农民工银行卡将保持高速增长，根据中国人民银行发布的《2009 年支付体系运行总体情况》，农民工银行卡在 2009 年的特色交易为 221.02 亿元，较 2008 年增长 1.77 倍。

据金融时报统计，截至 2009 年底，已有 5.2 万个县及县以下的农村合作金融机构营业网点、1.5 万个县及县以下的中国邮政储蓄银行营业网点开通了农民工银行卡特色服务受理方业务，2009 年农民工银行卡特色服务实现交易 221.02 亿元，较 2008 年增长 1.77 倍，蓬勃发展的农村银行卡市场必然要求有大量的 ATM 来提供相应的金融服务。

对于城乡结合部以及城镇偏远地段等广大区域来说，主要以农信社和邮政储蓄为主。相比起四大行在国内主要城市的 ATM 布点已经相对完善，农信社和邮储的 ATM 布点才刚刚开始。公司作为邮储和农信社的主要供应商，未来发展潜力巨大。

公司的业务稳定增长，在维护既有客户的情况下积极开拓新的客户，2010 年公司新开拓河北农信、山西农信，新客户实现了设备销售和合作运营两方面的业务。

另外，由于公司进入市场较晚，所以传统上的客户都是以邮储和农信社为主。2008 年，公司成功同农行开始合作运营业务，标志着公司的合作运营业务模式开始受到大行的认可；而公司也在逐渐进入大行的采购体系，2009 年，公司成功开拓建行，当年向建行销售约 400 台 ATM 机。

成功进入四大行的采购体系意味着公司进入国内 ATM 市场的一线品牌竞争行列，为公司以后的业绩扩张打下基础。

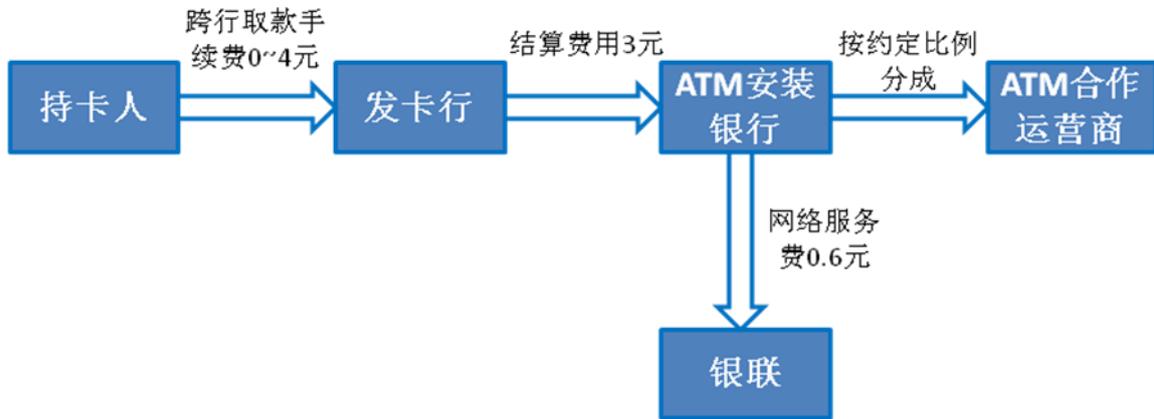
合作运营市场领先，模式受市场认可空间大

ATM 合作运营市场前景广阔

合作运营的模式下，独立运营商帮助银行进行“离行式 ATM”的运营，包括选址、提供 ATM 设备、进行设备维护等，公司作为 ATM 生产商可以发挥技术优势，而银行可以专注于本身的金融业务，这样实现互惠。

合作运营产生的收入来自于跨行结算的业务上，国内跨行交易每笔结算费用由发卡行支付给 ATM 安装银行每笔 3 元，ATM 安装银行再按照约定好的比例分成给合作运营商。

图 5：中国 ATM 设备市场总量和增量都保持持续增长



资料来源：国信证券经济研究所

目前，跨行取款的手续费分成占到合作运营营收的 90%以上，是主要的收入构成；此外，部分中间业务也有分成收入，如代缴、广告、及网上购物，按双方协商好的收入比例，就某一时间段进行分成，由合作银行支付给运营商。

中国目前的“离行式 ATM”仅占 25%左右，远低于美国 63%和其他发达国家 50%左右的平均水平，也低于亚太区 30%的平均水平，因为离行式 ATM 的成本相对于银行设立营业网点成本低很多，在中国银行发展的过程中，离行式 ATM 将占据越来越大的市场份额。

而离行式 ATM 运营在美国、日本、韩国、德国等国家已经非常普遍，有许多著名的 ATM 运营商和先进的 ATM 运营模式，如：美国 ISO 组织、欧洲国家的 ISD 及日本 E-NET 模式。离行式 ATM 运营是零售银行一大发展趋势，而在中国才刚刚起步，公司作为独立运营的先行者，已经占据市场主动，独立运营业务未来前景广阔。

ATM 设备平均每天 133 笔交易，每笔交易成本约为 0.95 元，而柜台每笔交易的成本约 2 元，ATM 设备的交易成本远低于柜台交易成本。

而 ATM 交易的操作速度远高于柜台交易，取款、查询、改密一笔交易分别只需 40 秒、30 秒、50 秒，是柜台交易时间的 1/4，而平均等待时间远低于柜台交易的等待时间。

表 1: ATM 运营成本分析 (单位: 元)

	费用明细	原始支出	单位/天费用
1	折旧费	90000/台, 5 年折旧	50
2	维护费	6000 元/台	16.7
3	通讯费	光纤月租 650 元, 假设 2 个柜员机共用	10.8
4	场地租金	机占地 1 平米, 加上操作场地 3 平米, 120 元平米/月计	12
5	装修费	平均为 10000 元, 保 5 年	5.6
6	车辆保安费	40 元/台, 每周 2 次	11.5
7	人员费	处理装钞, 吞卡, 客诉 1 小时人工, 人工按 4 万计算	13.9
8	电费	按历史数据, 为 250W/小时, 电费计 0.68 元	4.1
9	色带	10000 笔/色带框&带芯 2 条; 框/25 元&芯/10 元, 每天平均 133 笔	0.6
10	打印纸	900 笔/卷纸, 卷纸 9 元, 按平均 133 笔计算	1.4
		合计费用	126.6

资料来源: 国信证券经济研究所

由于设立营业网点成本较高, 而且转移成本高, 比较而言, 离行式 ATM 机是银行扩大营业范围的更适宜的选择, 由于目前离行式 ATM 的规模才刚刚起步, 未来发展空间巨大。

合作运营市场领先, 自主品牌具备成本优势

公司依据自身的定位在国内较早进入 ATM 合作运营的业务模式, 截止 2009 年底合作运营累计发机规模已达到 7261 台, 成为国内领先的 ATM 运营商。

表 2: 国内主要 ATM 合作运营厂商

ATM 合作运营商	ATM 设备	ATM 运营数量	公司主要业务
御银股份	KingTeller (自有品牌)	约 7700 台	ATM 生产、运营商
通邮集团	NCR、晓星	约 6000 台	ATM 独立运营、服务提供商
神州金信	NCR、TRITON、德利多富、晓星	约 4000 台	ATM 运营、销售商
银联商务	NCR、晓星等	约 3000 台	银行卡综合服务支付机构
广电运通	GRG Banking (自有品牌)	约 1000 台	ATM 生产商

资料来源: 国信证券经济研究所

公司的 ATM 设备合作运营业务在国内处于领先地位, 而主要的合作运营商中, 只有御银和广电运通两家是 ATM 生厂商。同缺少自主品牌的独立运营商相比, 生产厂商具备较大的成本优势。

如果按照 ATM 设备的市价计算, 则普通的 ATM 取款机折旧占据了运营成本的约 40%, 而循环机的成本则占据运营成本的 55% 左右。而 ATM 设备的毛利率为

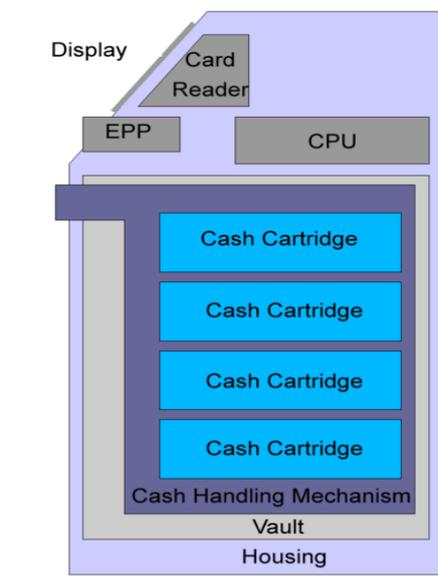
45%~50%之间，计算下来，具备自主品牌的生产商的 ATM 运营成本要比独立运营商低 20%左右。

与公司同样具备自主品牌的广电运通并未将主要精力放在合作运营，未来几年，公司将凭借成功的运营经验和较低的成本在合作运营的市场上占据较高的空间。

机芯自主开发进展顺利，批量应用将提高盈利能力

ATM 机芯是 ATM 设备中最关键的组件，由于技术难度高、对设备的重要性大，国内的 ATM 产品一直都是由富士通、日立等外资厂商的机芯占据。银行在大批量采购的时候，甚至要求确定的机芯品牌。

图 6: ATM 结构



资料来源: Wikipedia, 国信证券经济研究所

公司通过自主研发，目前已经成功开发出具备自主知识产权的 ATM 机芯，并且已经逐步配套使用的部分合作运营的 ATM 设备上。

根据我们对市场进行统计，ATM 机芯占据单体取款机成本的 20%，而占循环机的成本高达 40%。公司自主开发出的机芯如果应用在 ATM 设备上，按照我们的估计将至少降产品低成本 10%。如果能够开始批量应用，将进一步提高公司的盈利能力。

合作运营增加的设备正在爬坡期，业绩飞跃尚需时日

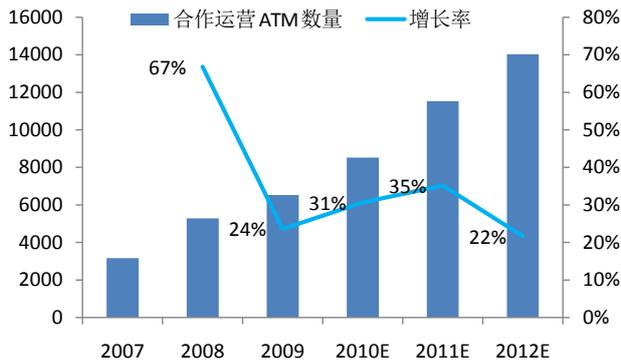
2009 年 10 月，公司进行非公开增发，募集资金用于 ATM 网络建设项目，计划 2 年布放 8000 台 ATM 机。由于合作运营的 ATM 设备从投入使用到达到稳定的交易量需要 16~24 个月，公司的新增合作运营布放才刚刚开始，所以暂时无法体现出明显的效益。

因为上半年是传统淡季，公司目前只新增上线的运营设备 500 台左右，业务

进展低于预期，预计公司合作运营的设备从下半年开始会有较大增长，全年投放合作运营设备 2000 台。

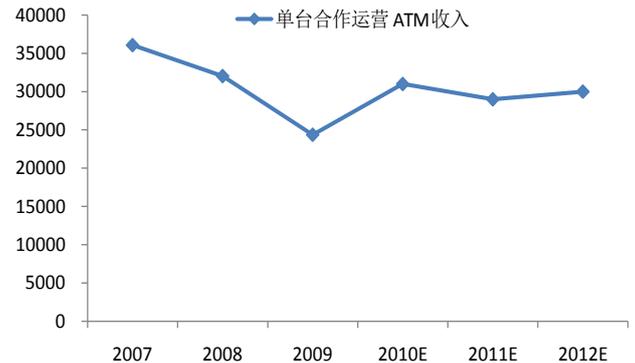
另外，由于 2009 年金融危机，一大批中小企业倒闭、工厂停工，公司之前运营的一些 ATM 设备需要重新布点，重新布点之后的业务量也需要重新爬坡过程，所以短期内合作运营的业务会有所影响。

图 7: 合作运营 ATM 数量 (单位: 台)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 8: 单台合作运营 ATM 平均年收入 (单位: 元)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

由于 2009 年受金融危机影响，居民消费出现下降，2009 年的单台合作运营 ATM 年收入下降为 2.44 万元，毛利下降到 54.45%，随着经济复苏，2009 年第四季度合作运营单台设备年化平均收入增至 2.75 万元，合作运营毛利率上升到 59.88%。

预计 2010 公司新增合作运营 ATM 设备 2000 台，虽然 2010 年大幅新增合作运营设备将会降低整体合作运营盈利能力，但是考虑到 2010 年较 2009 年经济复苏以及合作机芯的使用对成本的下降，预计单台合作运营 ATM 收入略有下降，但是合作运营业务毛利率可与 2009 年持平。预计 2010 年公司合作运营收入为 19612 万元。

随着设备投放数量增加，单台新增设备对平均应收的影响减小，预计从 2011 年下半年开始，公司的合作运营收入会有较高增长。

业绩预测与估值判断

基本假设

根据对公司基本面的分析，公司的设备销售量基本同中国市场 ATM 设备销售量增长相近，预计 2010-2012 年的设备销售增长为：15%、15%和 10%；设备销售的毛利率呈总体下降趋势，但是 2009 年是受市场开拓影响低于正常单价水平，预计未来 3 年产品销售毛利率为 51.5%、50%和 48.5%。

合作运营将是公司未来发展的业务亮点，预计 2010-2012 年投放的合作运营设备分别为 2000 台、3500 台和 2500 台，随着 ATM 设备机芯的自主研发成功，合作运营有望保持较高的盈利能力，预计 2010-2012 年单台合作运营 ATM 设备收

入为 31000、29000 和 30000 元。

表 5: 公司主营业务经营预测 (万元、%)

	2009	2010E	2011E	2012E
产品销售				
收入	23903	27489	31612	34773
毛利率	49.90%	51.50%	50%	48.50%
ATM 服务收入				
收入	14385	22401	28329	35662
毛利率	54.50%	61.50%	59%	57.50%
融资租赁				
收入	5997	7496	8996	10345
毛利率	65.20%	65%	65%	65%
技术服务及其他				
收入	986	1331	1730	2250
毛利率	64.66%	64.66%	64.66%	64.66%
合计	45271	58717	70667	83030
增长率	28.78%	29.70%	20.35%	17.49%
毛利率	53.71%	57.34%	55.88%	54.86%

资料来源: 国信证券经济研究所

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.60 元和 0.80 元, 对应的动态市盈率为 31.3 倍、23.5 倍和 17.6 倍, 基于公司在合作运营领域良好的成长性, 给予谨慎推荐评级。

风险提示

存在增发项目的设备布放慢于预期的风险。

银行关于跨行取款金融政策的改变风险。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	365	393	622	691
应收款项	78	106	136	159
存货净额	98	168	187	248
其他流动资产	17	15	18	21
流动资产合计	601	719	1008	1190
固定资产	407	467	592	585
无形资产及其他	0	0	0	0
其他长期资产	88	88	88	88
长期股权投资	25	25	25	25
资产总计	1121	1300	1713	1889
短期借款及交易性金融	31	50	300	200
应付款项	22	34	62	110
其他流动负债	58	81	61	81
流动负债合计	111	164	423	391
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	32	43	48	53
长期负债合计	32	43	48	53
负债合计	143	207	471	444
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	978	1093	1243	1445
负债和股东权益总计	1121	1300	1713	1889

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.34	0.45	0.60	0.80
每股红利	0.04	0.02	0.03	0.04
每股净资产	3.69	4.12	4.69	5.45
ROIC	12%	10%	13%	17%
ROE	9%	11%	13%	15%
毛利率	54%	57%	56%	55%
EBIT Margin	23%	21%	23%	24%
EBITDA Margin	34%	28%	30%	30%
收入增长	31%	30%	20%	17%
净利润增长率	50%	32%	31%	35%
资产负债率	13%	16%	27%	23%
息率	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	37.5	28.3	21.5	16.0
P/B	3.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	23.1	22.8	18.0	13.4

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	453	587	707	830
营业成本	210	251	312	375
营业税金及附加	14	18	21	25
销售费用	59	76	92	108
管理费用	65	90	106	125
财务费用	11	(8)	(5)	(5)
投资收益	1	1	1	1
资产减值及公允价值变	(2)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	93	126	171	235
营业外净收支	14	15	15	15
利润总额	107	141	186	250
所得税费用	17	21	28	38
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	91	120	158	213

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	91	120	158	213
资产减值准备	2	0	0	0
折旧摊销	48	40	49	57
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	11	(8)	(5)	(5)
营运资本变动	(77)	#VAL	#VAL	#VAL
其它	(2)	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	64	115	162	230
资本开支	(84)	(100)	(175)	(50)
其它投资现金流	(43)	0	0	0
投资活动现金流	(142)	(100)	(175)	(50)
权益性融资	473	0	0	0
负债净变化	(46)	0	0	0
支付股利、利息	(11)	(6)	(8)	(11)
其它融资现金流	(32)	19	250	(100)
融资活动现金流	329	13	242	(111)
现金净变动	251	28	229	69
货币资金的期初余额	114	365	393	622
货币资金的期末余额	365	393	622	691
企业自由现金流	(24)	(4)	(31)	162
权益自由现金流	(101)	21	224	67

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		黎敏 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		徐冉 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn